

YABANCI YATIRIMCILARIN PAYI İLE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ARASINDAKİ İLİŐKI

Öğr. Gör. Dr. Serkan ÜNAL 

ÖZET

Yabancı yatırımcılar, yerli yatırımcılara kıyasla, daha büyük yatırım fonlarını yönetmekte, araştırma ve firmalardan bilgi toplamak için daha fazla kaynak ayırabilmektedirler. Bu faktörler nedeniyle yabancı yatırımcılar lehine oluşan bilgi asimetrisi, piyasaların ne kadar etkin çalıştığı konusunda soru işareti oluşturmaktadır. Bu çalışmada BIST100 endeksine dahil olan şirketlerde, yabancı yatırımcıların payı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir. 2015-2019 yılları arasındaki panel veri analizinin kullanıldığı çalışmada, (1) fiyat / kar ve satışların büyümesi gibi temel değerlendirme kriterleri ya da momentum stratejileri ile yabancı yatırımcıların yatırım kararları arasında ilişki olmadığı, (2) yabancı yatırımcıların yatırım yaptıkları dönemlerde hisse senedi fiyatlarında harekete yol açtığı, (3) yabancı payındaki değişimi takip eden üç aylık dönemde hisse senedi getirilerinde anormal bir durumun olmadığı tespit edilmiştir. Yabancı yatırımcıların bilgi asimetrisi nedeniyle BIST100 endeksine kıyasla ilave kazanç elde ettiklerine dair bulgu elde edilmemiştir.

Anahtar Kelimeler: Yabancı Sahipliği, Bilgi Asimetrisi, BIST, Hisse Getirileri.

JEL Kodları: G11, G14, F30

THE RELATION BETWEEN FOREIGN OWNERSHIP AND STOCK RETURNS

ABSTRACT

Foreign investors, compared to domestic investors, manage larger investment funds and can allocate more resources for research. These factors caused a question mark on how effectively the markets operate due to the resulting information asymmetry. In this study, the relationship between the share of foreign investors and stock returns is examined in companies included in the BIST100 index. According to results of the study in which panel data analysis was used over 2015 and 2019, (1) there is no relationship between investment decisions of foreign investors and basic evaluation criteria such as price/earnings and growth of sales or momentum strategies; (2) foreign investors causes a move in stock prices during their position changes; (3) there is no abnormal stock returns in the quarter following the change in the foreign share. There is no evidence that foreign investors earn additional income compared to local investors due to information asymmetry.

* Ufuk Üniversitesi, Meslek Yüksek Okulu, Yönetim ve Organizasyon Bölümü, İncek Şehit Savcı Mehmet Selim Kiraz Bulvarı No: 129, 06805 Gölbaşı, Ankara, Türkiye e-mail: serkan.unal@ufuk.edu.tr

Makale Geçmişi/Article History

Başvuru Tarihi / Date of Application : 2 Mayıs / May 2020

Düzeltilme Tarihi / Revision Date : 24 Eylül / September 2020

Kabul Tarihi / Acceptance Date : 27 Şubat / Şubat 2021

Araştırma Makalesi/Research Article

Key Words: *Foreign Ownership, Information Asymmetry, BIST, Stock Returns.*

JEL Codes: *G11, G14, F30*

1. GİRİŞ

2000’li yıllarda kurumsal yönetim alanındaki gelişmelerle birlikte uluslararası portföy yatırımlarında ciddi bir gelişme yaşanmış ve gelişmekte olan ülkeler yüksek ekonomik büyüme oranları ve getiri potansiyelleri ile gelişmiş ülke yatırımcıları için uygun birer alternatif halini almışlardır. 1980 ile 1999 yılları arasındaki 19 yıllık dönemde uluslararası sermaye hareketleri, ülkelerin toplam GSYİH değerinin %5’i düzeyinde gerçekleşirken, küresel finans krizi öncesi 2007 yılında bu oran %20’ye kadar çıkmıştır (Sarno, Tsiakas, & Ulloa, 2016:53). Gelişmekte olan ülkelerdeki hisse senetleri piyasaları, yabancı yatırımcıların büyüyen şirketlere yatırım yapmak için tercih ettikleri başlıca yatırım enstrümanlarından biridir. Gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar için daha yüksek risk olarak yöneltilen bu piyasalarda yüksek getiri beklentisi ön plana çıkmaktadır. Geleneksel finans görüşü, uluslararası hisse senedi piyasalarının getirilerinin, sektörler ve ülkelerin özel koşullarına bağlı olarak geliştiğini belirtmektedir. Fakat diğer yandan, uluslararası sermaye piyasalarında yatırımcı hareketliliğinin, temel unsurlar haricinde de hisse fiyatlarına etki edebileceğini belirten çalışmalar yaygınlaşmaktadır (Bartram, Griffin, Lim ve Ng, 2015:3037). Bununla birlikte gelişmekte olan ülke piyasalarının etkinliğinin gelişmiş ülkelere kıyasla daha zayıf olduğunu ve içten öğrenilen bilgiye dayalı işlemlerin bu piyasalarda daha sık yaşandığını ve yine yabancıların da bu bilgilerden istifade ettiğini belirten çalışmalar söz konusudur (Morck, Yeung ve Yu, 2000; He, Li, Shen, ve Zhang, 2013).

Gelişmekte olan ülkelerde yabancı yatırımcılarının varlığının bilgi asimetrisine etkileri değişik boyutlarda olmaktadır. Bu yatırımcıların, çok daha yüksek işlem hacmi ile hareket etmeleri, diğer yatırımcıların sahip olmadığı araçlara ve analiz yeteneğine sahip olmaları, ciddi araştırma bütçeleriyle hareket etmeleri, yüksek frekanslı işlem yapmaları, dünya borsalarına daha hızlı bağlantı olanaklarından faydalanmaları ve hisse senetleri fiyatlarını kontrol edebilme gücüne sahip olmaları gibi etkenler, daha küçük ölçekli ya da amatör yatırımcıların kazançlarını işlem ve vekalet maliyetleri nedeniyle sınırlamaktadır (Huang ve Shiu, 2009; Li, Geng, Subrahmanyam ve Yu, 2017). Diğer yandan (1) kurumsal yabancı yatırımcıların yatırım yaptıkları şirketlerde olmasını istedikleri kurumsal yönetim standartları, özellikle şeffaflık ile ilgili kriterler; (2) genel kurulda bu yatırımcıların temsil edilmesi; (3) yabancı yatırımcıların yatırım yaptıkları şirketlerin raporlarını denetlemeleri; (4) bu yatırımcılar için aracı kurumların oldukça detaylı raporlar hazırlaması ve bu raporlardan diğer bireysel yatırımcıların da istifade edebilmesi ve (5) yabancı yatırımcıların daha uzun vadeli yatırım stratejisi izlemeleri gibi etkenler ise bilgi asimetrisini sınırlayıcı rol oynamaktadır (Gillan ve Starks, 2003; Unal ve Derdiyok, 2020).

Taban genişlemesi hipotezine göre rasyonel yatırımcıların egemen olduğu finansal piyasalarda da etkin piyasa hipotezine aykırı durumlar oluşabilmektedir. Kurumlar arasındaki karmaşık ilişkiler ve

bilgiye ulaşım maliyetlerinin ortaya çıkardığı fiyatlama anomalileri ancak belli bir zamanın geçmesinin ardından ortadan kalkmaktadır. Bu anomalilerin ortadan kalkmasında yatırımcı sayısındaki ve yatırımcıların sahip olduğu bilgi miktarındaki artışın kritik bir rolü vardır (Merton, 1987:508). Bu nedenle bir şirketteki yabancı hissedar miktarının artması ile o şirketin fiyatlamasının daha verimli olacağı sonucu çıkmaktadır. Literatürde değişik dönemlerde farklı ülkeler için yapılmış olan çalışmalar Merton'un ileri sürdüğü taban genişlemesi hipotezini desteklemektedir (Kilic, Delikanli & Alp, 2020:398).

Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin ortalama halka açıklık oranı %41,6'dır. Bu payların %27,5'i fiili dolaşımdadır. Borsa İstanbul'daki şirketlerde yabancı payı toplam tutar olarak %57 seviyesinde olduğu halde 2019 yılında işlem hacminin yalnızca %29'u yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmiştir (MKK, 2020). Bu da yabancı yatırımcıların yerli yatırımcılara kıyasla daha uzun vadeli olarak yatırım yaptıklarını göstermektedir.

Yabancı yatırımcılar bilgiye dayalı hareket etmek ve piyasanın etkinliğine dahil olmak dışında yatırım yaptıkları şirketlerde bir dizi etkiye daha sahip olmaktadır. Ayrıca yine seçim kriterlerinin yerel yatırımcılardan farklı olabilmesi nedeniyle yabancıların daha çok tercih ettikleri şirketler diğer şirketlerden belli açılardan ayrılabilir. Yabancı yatırımcılar, yatırım yaptıkları şirketleri kurumsal yönetim ve denetimi, finansman tercihleri, verimlilikleri ve karlılıkları gibi farklı açılardan etkilemektedirler.

Yabancı yatırımcıların buldukları şirketlerin diğer şirketlere kıyasla finansman tercihleri açısından daha muhafazakâr oldukları görülmektedir. Yabancı kurumsal yatırımcıların hissedarlık oranının yüksek olduğu şirketlerde özel borçlanma yerine halka açık bir şekilde borçlanma tercih edilmektedir (Hu, Mensah ve Tsang, 2019:31). Muñoz, Sepúlveda, Veloso ve Delgado (2019:426), Şili'de faaliyet gösteren şirketlerde yabancı sahipliği arttıkça şirketlerin uzun vadeli borçlanmaya yöneldiklerini tespit etmişlerdir.

Yabancı yatırımcı oranındaki artış ile şirketlerin kurumsal yönetim standartları ve denetim performansları artmaktadır. Yabancı kurumsal yatırımcıların hissedarı oldukları şirketlerde denetim kalitesini yükselttikleri ve bu sayede bilgi asimetrisinin oluşumunun engellendiği görülmüştür (Kim, Pevzner ve Xin, 2019:83). Japonya'da gerçekleştirilmiş bir araştırma bulgularına göre şirketlerde yabancı hissedarlık oranı arttıkça yönetim kurullarının denetim fonksiyonu güçlenmektedir (Desender, Aguilera, Lópezpuertas-Lamy ve Crespi, 2016:367). Yabancı hissedarların yoğunlukta olduğu şirketlerde yönetimin değişim sıklığında artış meydana gelmektedir. Bu da yabancı hissedarların denetim ve gözetim fonksiyonuna müdahale edebildiğini göstermektedir (Gillan ve Starks, 2003:6). Diğer yandan, Hanousek, Shamsur ve Tresl (2019:344) ise 14 orta ve doğu Avrupa ülkesini dahil ettikleri çalışmalarında yolsuzluğun yaygın olduğu piyasalarda faaliyet gösteren ve yabancılar tarafından kontrol edilen şirketlerin dezavantaj yaşadığını bildirmiştir.

Yabancı yatırımcı oranındaki artış ile operasyon performansı arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Yabancı yatırımcıların yoğunlukta olduğu firmalarda, şirket değerlemelerinin ve operasyonel performansın daha yüksek olduğu, buna karşın sermaye yatırımlarının daha düşük olduğu görülmektedir (Ferreira ve Matos, 2008:499). Kurumsal yabancı yatırımcılar, ortak oldukları şirketler arasında bilgi transferi gerçekleştirerek bu şirketlerin verimliliklerini artırabilmektedirler (Gillan ve Starks, 2003:7). Japonya’da yabancı yatırımcıların ARGE harcamalarına etkisini inceleyen bir çalışmada G7 üyelerine mensup hissedarların bulunduğu şirketlerin daha az ARGE harcaması yaptığı fakat G7 dışındaki ülkelerden gelen yatırımcıların ise yerel firmalara kıyasla daha yüksek oranda ARGE yatırımlarına yöneldiği bulunmuştur (Kwon ve Park, 2018:436). Dünya bankası’na ait 30 ülkeyi ve 14585 farklı firmayı içeren bir çalışmaya göre yabancı yatırımcıların varlığı ve yüksek oranda hissedar olması şirketlerin ithalat ve ihracat aktivitelerinde olumlu etkiye sahiptir (Boddin, Raff ve Trofimenko, 2017:2560).

Yabancı yatırımcıların ilgi gösterdiği özelliklerin bir diğeri ise yüksek kar marjlarıdır. Endonezya’da bankacılık sektöründe, yabancı hissedar payının artışının şirket performansına etkilerini inceleyen bir çalışmaya göre yabancı payı arttıkça şirketlerin maliyet yönetimlerindeki etkinlik ve karlılıkları artmaktadır (Rokhim ve Susanto, 2011:137). Mitton (2006:625) 28 ülkeyi ve 1100 farklı firmayı kapsayan çalışmasında yabancı yatırımcılara açık olan şirketlerin daha yüksek büyüme, karlılık ve verimlilik oranlarına sahip olduklarını, daha çok yatırım yaptıklarını ve daha az kaldıraç kullandıklarını tespit etmiştir. Zygula’nın (2017:87), Polonya borsasında yaptığı araştırmaya göre yabancı hissedarların oranının yükseldiği şirketlerde kâr payı dağıtım miktarı artmakta fakat net kara kıyasla kar payı dağıtım oranında azalma meydana gelmektedir.

Gerek yabancı yatırımcıların bilgi asimetrisini azaltmada gerekse şirketlerin kurumsal yönetim performansına yaptıkları katkıyı ölçmenin genel bir yolu yabancı payı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi analiz etmektir. Literatürdeki çalışmalar yabancıların gerek şirket fiyatlamasında gerekse şirket yönetiminde olumlu etkilere sahip olduklarını bildirmektedirler. Şirketlerin yabancı sahipliği ile diğer özellikleri arasındaki ilişkiyi inceleyen birçok çalışma olmasına karşın yabancı sahipliğindeki değişim ile hisse fiyat performansını inceleyen çalışmalara daha az sayıda rastlanılmaktadır. Bu çalışmaların önemli bir kısmı ise daha çok hisse fiyatlarındaki oynaklık ile ilgili ilişkiyi analiz etmiştir (Umutlu, Akdeniz ve Altay, 2013; Kilic vd., 2020). Türkiye’de yapılan ve yabancı payı ile hisse senedi arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar ise daha çok bir endeks performansına ya da bir sektördeki şirketlere yoğunlaşmıştır (Kilic vd., 2020; Demireli ve Hepkorucu, 2014; İskenderoğlu ve Karadeniz, 2011; Ülkü ve Weber, 2011; Okuyan ve Erbaykal, 2011). Ceylan, Dogan ve Berument (2015) Borsa İstanbul’daki şirketlerin getirileri ve yabancı payları arasındaki ilişkiyi inceleyen en kapsamlı çalışmalardan birini sunmuşlardır. Fama- French üç faktör yaklaşımının kullanıldığı çalışmada dördüncü faktör olarak yabancı payı eklenmiştir. Şirketler yabancı payları açısından yüksek, orta ve düşük seviye olmak üzere üç farklı gruba ayrılmışlar ve aylık frekansta yabancı payının şirketlerin getirisine etkisi incelenmiştir.

Bu çalışmada, Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcıların, hisse senedi alım kararı verirken temel değerlendirme kriterlerine ne derece önem verdiği, yatırım yaparken hisselerin fiyat performansına yapmış oldukları etki, yatırım yaparken bilgi asimetrisinden elde etmiş oldukları fayda ve uzun vadeli olarak yatırım yaptıkları şirketlerin performansları incelenmiştir. Endekse ait veriyi doğrudan kullanan diğer çalışmalardan farklı olarak BIST100 endeksinde işlem gören şirketlerin 2015-2019 yılları arasındaki verisi kullanılarak panel veri seti oluşturulmuştur. Şirketlerdeki yabancı payı ve hisse fiyatları arasındaki ilişkinin daha sağlıklı analiz edilebilmesi için hisse fiyatına etki eden önemli rasyolardan biri olan fiyat / kar oranının ve şirketin büyüme oranını temsil eden satışlarda büyüme oranının yabancı yatırımcı hisse alım kararlarına etki edip etmediği araştırılmıştır. Ardından hisse senetleri getirileri ile yabancı payındaki değişim arasındaki ilişki geçmiş aylar, cari ay ve takip eden aylar olmak üzere üç farklı zaman aralığı ele alınarak incelenmiştir. Bu sayede yabancı yatırımcıların bir şirketin hisse senedine yatırım yapmadan önce o hisselerin geçmiş performansına verdiği önem; hisse senedine yatırım yaparken fiyatlar üzerinde oluşturduğu etki ve yatırımı takip eden aylardaki performans ayrı ayrı analiz edilmiştir. Son olarak yabancı payı ile hisse senetleri arasındaki ilişki de analiz edilerek yabancıların uzun vadeli performansları tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu çalışmanın, (1) yabancı portföy hareketlerinden önce ve sonra olmak üzere farklı dönemlerdeki performansı ölçmesi, (2) toplu bir endeks yerine şirketleri ayrı ayrı ele alması ve (3) farklı açılardan hisse senetlerindeki yabancı payı ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi incelemesi boyutlarıyla literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

2. YABANCI PAYI İLE HİSSE SENETLERİ GETİRİLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİYİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

Kilic vd., (2020) Borsa İstanbul'a kote olan 32 adet gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketini dahil ettikleri çalışmalarında 2010 ve 2018 yılları arasındaki veriyi kullanmışlar ve şirketlerin yabancı payındaki değişimin hisse senedi kazancı, volatilitesi ve likiditesine etkisini incelemişlerdir. Araştırmada elde edilen bulgulara göre yabancı yatırımcı oranındaki ani değişimlerin işlemden sonraki ilk ayda hisse senedi kazancına ve volatilitesine anlamlı bir etkide bulunmadığı fakat işlemi takip eden 3., 4. ve 5. aylarda aynı yönlü ve pozitif bir ilişki bulunduğu, uzun vadede ise bu ilişkinin kalıcı olmadığı tespit edilmiştir.

Nguyen, Nguyen, Ho ve Ngo (2019) Vietnam hisse senetleri piyasasını ele aldıkları çalışmalarında değişik yabancı yatırımcı oranına sahip şirketlerin getirileri arasındaki farkı incelemişlerdir. Çalışmada Fama – French üç faktör modeline dördüncü faktör olarak şirketlerin halka açıklık oranlarını gösteren değişken eklenmiştir. Şirketler yabancı sahiplik oranları olarak beş farklı gruba ayrılmış ve her farklı grup için regresyon analizleri yapılmıştır. Çalışmada elde edilen sonuçlara göre en düşük ve en yüksek oranda yabancı hissedarın bulunduğu şirketlerde istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde daha yüksek alfa değerleri bulunmuştur. Diğer yandan şirketlerin piyasa değerleri düştükçe

yüksek yabancı sahipliğinin oluşturduğu alfa yükselmektedir ve şirketlerin değer primi ile yabancı sahipliği arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır.

Vo (2016), Vietnam hisse senetleri piyasasını içeren çalışmasında 2006-2012 yılları arasındaki veriyi kullanarak yabancı sahipliği ile hisse senetleri piyasasının likiditesi arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmıştır. Çalışmada elde edilen bulgulara göre yabancı yatırımcılar yüksek aktiflere, yüksek büyüme oranına ve piyasa değerine sahip şirketleri tercih etmektedirler. Diğer yandan yabancı yatırımcılar yüksek kaldıraç oranına ve karlılıkta oynaklığa sahip şirketleri daha az tercih etmektedir. Çalışmada elde edilen diğer bulgular, yabancı yatırımcıların hisse senetleri piyasasında daha uzun vadede yatırım yaptıklarını ve yatırımda buldukları firmaların borsadaki işlem hacmini düşürdüklerini göstermektedir.

Bartram, Griffin, Lim ve Ng (2015) Amerika Birleşik Devletleri dışındaki ülkelerde işlem gören 8791 şirketi inceledikleri çalışmalarında, bu şirketlerdeki yabancı yatırımcı oranı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkileri incelemişlerdir. Elde ettikleri sonuçlara göre yabancı payındaki %1 oranındaki artış hisse senedinin performansında %0,31'lik artışa denk gelmektedir.

Ceylan vd. (2015), 1999 ile 2012 yılları arasında BIST100 endeksine dahil olan şirketleri içeren çalışmalarında Fama-French üç faktör modelini kullanarak yabancı yatırımcıların elde ettikleri getirileri incelemişlerdir. Borsa İstanbul'daki şirketleri piyasa değerleri ve defter değeri / piyasa değeri kriterlerine bağlı olarak küçük, orta ölçekli ve büyük ölçekli olmak üzere dokuz gruba ayırmış ve analiz etmişlerdir. Elde ettikleri sonuçlara göre şirketlerdeki yabancı payı ile hisse senetlerinin getirileri arasında ters ilişki bulunmaktadır.

Karcıoğlu ve Özer (2014), 2002 ve 2011 yılları arasında Borsa İstanbul'da hisse senedi getirilerine etki eden faktörleri incelemişlerdir. Yaptıkları tespite göre yabancı portföy yatırımları ile hisse getirileri arasında ilişki bulunmamaktadır.

Umutlu vd., (2013) Borsa İstanbul'daki yabancı işlemlerini ve ortalama hisse senedi getirilerindeki oynaklığı konu alan çalışmalarında 1999 ve 2006 yılları arasındaki işlemleri incelemişlerdir. Elde edilen sonuçlara göre yabancı yatırımcıların net alıcı ya da satıcı olduğu zamanlarda Borsa İstanbul'daki toplam volatilité yükselmektedir. Bu durum, yabancı yatırımcının sahip olduğu özel bilgiyi kullanarak pozisyon aldığını düşünen diğer piyasa oyuncularının da harekete geçmesine neden olarak, hisse fiyatlarının yeniden düzenlenmesini sağlamaktadır.

He, Li, Shen, ve Zhang (2013) 40 farklı piyasada işlem gören 3189 şirketi kapsayan çalışmalarında, yüksek oranda yabancı sahipliği ve bilgiye dayalı işlemler arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Elde ettikleri sonuçlara göre yabancı yatırımcılar bilgiye dayalı olarak yatırım yapmaktadırlar; ayrıca makro ölçekte kurumsal yönetimin etkinliğine, yatırımcıların korunma kriterlerine ve şeffaf bilgi paylaşımına önem vermektedirler. Bir diğer bulgu olarak, yabancı

yatırımcıların, faaliyette buldukları ülkelerde, hisse senetleri fiyatlamasında etkinliği artırdıkları da gözlemlenmiştir.

Yabancı sahipliği ile bilgi asimetrisi arasındaki ilişkiyi inceleyen Choi, Lam, Sami, ve Zhou (2013), 1995 ve 2000 yılları arasında Çin borsasında işlem gören şirketleri analiz etmişlerdir. Bağımlı değişkenler olarak alım satım fiyat aralıkları, hisse senedi işlem hacmi ve fiyat oynaklığı verisi kullanılmıştır. Çalışmada ele alınan bağımlı değişkenleri; yabancı sahipliği, kamu payı, şirket yöneticilerinin sahip olduğu pay ve kurumsal sahiplik oranı kriterleri oluşturmuştur. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre yabancı sahipliği, alım ve satım fiyatları arasındaki farkı artırmaktadır. Araştırmadan yapılan çıkarımlara göre, yabancı yatırımcılar, gelişmekte olan piyasalara yatırım yaptıklarında, piyasa standartlarının yükselmesine katkıda bulunmamaktadırlar. Tam aksine yatırımcıları koruyan uygulamaların zayıflığından ve şeffaflık ilkelerinin sağlıklı bir şekilde uygulanmamasından faydalanarak ilave kazanç elde etmektedirler.

Lam, Sami ve Zhou (2012) Çin borsasında halka açık firmalara ait 2001 ve 2006 yılları arasındaki veriyi kullandıkları çalışmalarında hissedar yapısı ile kâr payı dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yabancı yatırımcıların varlığının bulunduğu şirketlerde düşük kar payı dağıtım oranlarının tercih edildiği ve buradan yola çıkarak da bu şirketlerde küçük yatırımcıların yaşadığı vekalet maliyetlerinin sınırlandırıldığı çıkarımı yapılmıştır.

Chari, Chen ve Dominguez (2012), gelişmekte olan ülkelerde bulunan şirketler tarafından satın alınmış olan Amerika Birleşik Devletleri'nde yerleşik firmaların 1980 ve 2006 yılları arasındaki performansını analiz ederek yabancı sahipliğinin etkilerini incelemişlerdir. Elde edilen sonuçlara göre satışlar, yabancı yatırımcılar tarafından toplam varlıklar ve çalışan sayısı açısından daha büyük ölçekli firmalar tercih edilmiş, satın alınan firmalarda ise satışların ve çalışan sayısının azaldığı fakat karlılığın ise arttığı bulunmuştur.

Okuyan ve Erbaykal (2011) IMKB tüm endeksini ve yabancı işlem hacmi arasındaki ilişkiyi, 1997 ve 2009 yılları arasındaki veriyi kullanarak analiz etmişlerdir. Çalışmada yabancıların gerçekleştirdiği işlem hacminin toplam işlem hacmi içindeki payı ile endeksin uzun vadeli getirisi arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Romalis (2011) gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar tarafından gelişmekte olan ülkelerde yapılmış olan satın alımları inceleyerek yabancı sahipliğinin teknoloji transferi, yönetim yaklaşımı ve hisse senedi fiyatlarına etkisini incelemiştir. 1986 ve 2002 yılları arasında, 19 ülkedeki 409 farklı şirkete ait veriyi içeren çalışmada yabancı satın alma işlemlerinin hisse fiyat performansı olarak firmaları pozitif yönden etkilediği bulunmuştur.

Gul, Kim and Qiu (2010) Çin borsasındaki şirketleri ele alan çalışmalarında 1996 ve 2003 yılları arasındaki veriyi kullanmışlardır. Çalışmalarındaki şirketlerin ortalama olarak %43 oranda hissesi büyük hissedar tarafından kontrol edilmektedir ve bu şirketlerin %66'sında büyük hissedarlar, devletin

doğrudan ilişkili olduğu kurumlardır. Bu durum Çin’de baskın bir şekilde ana hissedar hakimiyetinin olduğunu göstermektedir. Çalışmada elde edilen bulgulara göre kamunun hâkim olduğu şirketlerde hisse senedi fiyat hareketleri piyasa performansına daha yüksek oranda uyum sağlamaktadır. Fakat yabancı sahipliği arttıkça şirkete özel bilgilerin hisse senedi fiyatına yansması daha yüksek oranda gerçekleşmekte ve hisse senedi fiyatlaması piyasanın genel performansından ayrılmaktadır.

Rhee ve Wang (2009) 2002 ve 2007 yılları arasında Endonezya hisse senedi piyasasında yabancı sahipliği ile hisse senetlerinin likiditesi arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Elde edilen sonuçlara göre yabancı sahipliği şirketlerin likiditesini düşürmektedir. Bu durumun temel nedenleri arasında (1) yabancı sahipliği ile daha yüksek oranda bilgi asimetrisinin ortaya çıkması, (2) yabancı yatırımcıların ortaya çıkardığı büyük alım satım işlemleri nedeniyle fiyat oynaklığının artması, (3) baskın yatırımcıların varlığı nedeniyle likidite sağlanması konusunda rekabetin azalması ve (4) özellikle yabancı kurumsal yatırımcıların al tut stratejisini belirlemesi nedeniyle aktif hisse senedi ticaretinin azalması gösterilmiştir.

Yabancıların Borsa İstanbul’da yaptıkları portföy yatırımları ile borsa endeksi ve sanayi üretim endeksi getirileri arasındaki ilişkiyi inceleyen Doğukanlı ve Çetenak (2008), BIST100 endeksine ait 1997 ve 2006 yılları arasındaki aylık getiri verisini kullanmıştır. Araştırma bulgularına göre yabancı yatırım oranları ile sanayi üretim endeksi arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır. Diğer yandan hisse senetleri getirisinin üretim endeksi verisinden, yabancı yatırımların ise hisse senedi getirisinden etkilendiği bulunmuştur

3. VERİ VE YÖNTEM

3.1. Veri

Araştırma kapsamında BIST100 endeksinde işlem gören şirketler dahil edilmiştir. Nisan 2020 itibariyle Borsa İstanbul tüm endeksinde işlem gören şirket sayısı 357’dir (MKK, 2020:4). Borsa İstanbul’da halka açık piyasa değeri en yüksek olan 100 şirket BIST100 endeksini oluşturmaktadır. Yabancı yatırımcıların piyasa değeri ve işlem hacmi yüksek şirketlere daha yüksek oranda ilgi göstermesi (Vo, 2016:5) nedeniyle kullanılan veri setinin Borsa İstanbul’daki yabancı hissedar varlığını büyük ölçüde temsil ettiği düşünülmektedir. Çalışma kapsamına, belli bir endeksin performansının kullanılması yerine ayrı ayrı endekse dahil olan bütün şirketlerin verisi dahil edilmiştir. 2015 yılında Borsa İstanbul, Nasdaq ile anlaşma sağlayarak işlem platformu değişikliğine gitmiş bu sayede yabancı yatırımcıların Borsa İstanbul’da daha yüksek standartta işlem yapabilmesi mümkün olmuştur (Borsa İstanbul, 2015). Bu nedenle çalışma kapsamına 2015 ve 2019 yılları arasındaki son beş yıllık dönem dahil edilmiştir. Şirketlere ait finansal değerler ve yabancı payı verisi İş Yatırım’dan, hisse fiyatları Google finans sitesinden alınmış, sermaye artışı ve kâr payı dağıtım etkileri ayrıca hesaplanarak düzeltilmiş hisse fiyat verisi kullanılmıştır. Panel veri setinin oluşturulduğu çalışmada finansal tablolarla

ilgili olarak üçer aylık, hisse fiyat performansı ve yabancı payında ise aylık frekanstaki veri kullanılmış olup çalışmadaki gözlem sayısı 5912 şirket-aydır.

3.2. Yöntem

Araştırmada, ilk olarak yabancı yatırımcıların yatırım yaptıkları şirketlerde kamuya açık olarak açıklanan finansal tablolara önem verip vermediğinin testi yapılmıştır. Bu sayede yabancı yatırımcının bilgi asimetrisinden faydalanıp faydalanmadığı, halka açık finansal dokümanlara ne derece bağlı kalarak işlem yaptığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Şirketlerin değerlendirilmesi sırasında iki önemli yaklaşım ön planda bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan birincisi şirketlerin piyasa değerleri ile karlılıkları ve defter değerleri arasındaki ilişkiye odaklanan değer yaklaşımı iken ikinci yaklaşım şirketlerin büyüme oranlarına odaklanmaktadır (Capaul, Rowley, ve Sharpe, 1993:27). Fiyat / Kar oranı, hisse senedi ile ilgili sunumlarda birinci derece önem verilen ve şirket yatırım kararlarında yaygın bir şekilde kullanılan temel bir kriterdir (Truong, 2009:1). Fiyat / kar oranının düşük olması aynı karı elde ettiği halde daha düşük fiyata sahip şirketlerin bulunmasını sağlamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerdeki çalışmalar düşük fiyat / kar oranına sahip uygun fiyatlı şirketlerin daha üstün performans sergilediklerini belirtmektedir (Arslan, Zaman ve Phil, 2014:70). Büyüyen şirketler pazar payı kazanabilmek için kimi zaman karlılık yerine satışları artırmaya odaklanmaktadır. Örneğin dünyadaki en yüksek piyasa değerine sahip olan Amazon firması Nisan 2020 itibarıyla düşük bir karlılık oranına sahip olmasına rağmen son üç yılda satışlarını ve piyasa değerini %100'ün üstünde artırmayı başarmıştır. Türkiye'de Migros ve Şok gibi market zincirlerinde, Teknosa gibi teknoloji ürünleri satan perakende firmalarında vb. sektörlerde, hisse senedi fiyatlamasında en az karlılık kadar satış hacmindeki büyüme de ön plana çıkmaktadır. Literatürdeki çalışmalar finansal raporlarda satış hacminde büyüme raporlayan şirketlerin hisse senedi fiyatlarının olumlu yönde etkilendiğini göstermektedir (Ertimur, Livnat ve Martikainen, 2003; Jegadeesh ve Livnat, 2006:147). Ayrıca satışlardaki büyüme trendinin karlılık artışından daha baskın bir şekilde uzun vadede şirketlerin hisse senetleri fiyatlarına olumlu etki ettiğini ve yine hisse senedi fiyatlamasında satışların etkisinin bilinenin daha ötesinde olduğunu belirten çalışmalar mevcuttur (Chandra ve Ro, 2008:220). Bu yüzden şirketlerin büyüme oranını göstermek için karlılıktaki büyüme yerine satışlardaki büyüme değeri bir diğer değişken olarak kullanılmıştır.

AS1: Borsa İstanbul'da şirketlerin satışlarındaki büyüme ve Fiyat/Kar çarpanındaki değişim yabancı yatırımcı payına etki ediyor mudur?

Hisse senetleri getirilerini açıklayan temel yaklaşımlar şirketlerin karlılığına odaklansa da momentum stratejilerinin etkinliği tartışılmakta ve yine bu stratejilerin bazı büyük ölçekli fonlar tarafından da kullanıldığı bilinmektedir. Momentum stratejisindeki temel yaklaşım şirketlerin geçmişteki pozitif ya da negatif performanslarını gelecekte de sürdürme olasılıklarının yüksek olmasıdır (Asness, Moskowitz ve Pedersen, 2013:929). Yabancı yatırımcıların trend takip edip etmediklerinin belirlenmesi için geçmiş üç aylık hisse senedi ve endeks getirileri bağımsız değişkenleri kullanılarak takip eden aydaki yabancı payı değişimi test edilmiştir. Üçer aylık zaman dilimlerinin seçilmesinin

nedeni finansal tabloların yayınlanma sıklığının üç aylık dönemleri kapsamı ve bu sürenin momentum stratejisi takip etmek için yeterli olduğunun düşünülmesidir.

AS₂: Borsa İstanbul'da şirketlerin geçmiş dönemdeki performansı yabancı oranındaki değişimde etkili midir?

Literatürdeki birçok çalışma yabancı payındaki değişimin hisse fiyatlarında harekete yol açtığını belirtmektedir. Bilgi asimetrisinin yoğun olarak yaşandığı piyasalarda büyük ölçekli yabancı yatırımcıların içsel bilgi ile hareket ettikleri izlenimi hakimdir. Bu nedenle yabancı yatırımcıların pozisyon değiştirdiği dönemlerde, diğer yatırımcılar yabancı yatırımcıları taklit etmektedirler. Sonuç olarak da yabancı yatırımcıların pozisyon değişikliğini takip eden dönemde fiyat oynaklığının artması söz konusu olmaktadır (Umutlu vd., 2013:1221). Bu araştırma sorusunun cevaplanabilmesi için yabancı yatırımcıların payındaki aylık değişimin içinde bulunan ayda ve takip eden üç ayda hisse senetleri fiyatlarına etki edip etmediği araştırılmıştır. Bu sayede hem yabancı giriş ya da çıkışının hisse fiyatı performansına ne ölçüde yansıdığı tespit edilmiştir hem de yabancıların bu işlemde daha uzun vadede karlı çıkıp çıkmadığının kontrol edilmesi mümkün olmaktadır. Hisse bazlı olarak yabancı payındaki değişimin etkisinin daha net bulunabilmesi için aynı dönemdeki BIST100 endeks performansı ve şirketlerin piyasa değerine ait kontrol değişkenleri kullanılmıştır.

AS₃: Yabancı payındaki değişim BIST100'deki şirketlerin fiyat performansında etkili midir?

AS₄: Yabancı payındaki değişim BIST100'deki şirketlerin gelecek üç aydaki fiyat performansında etkili midir?

Yabancı yatırımcıların uzun vadedeki performansının tespit edilmesi için yabancı payındaki değişim verisi yerine şirketlerde bulunan yabancı payı verisi kullanılmıştır. Bu sayede yabancı yatırımcıların daha uzun vadede daha çok ilgi gösterdikleri şirketlerin diğer şirketlere kıyasla performansının ölçülmesi mümkün olmuştur. Aylık frekansta toplam yabancı payı bağımsız değişkeninin hisse fiyat performansına etkisi incelenmiştir.

AS₅: Yabancı payı BIST100'deki şirketlerin hisse fiyat performansında etkili midir?

Çalışmada kullanılan değişkenler Tablo 1'de belirtilmiştir. Araştırma sorularında belirtilmiş olan değişkenlerin yanı sıra şirketlerin büyüklüğünün logaritması kontrol değişkeni olarak kullanılmaktadır. BIST100 endeksine dahil olan şirketlerin piyasa değerleri arasında önemli derecede farklılık mevcuttur. Geometrik düzeydeki mevcut farklılık, piyasa değerlerinin logaritması alınarak lineer hale getirilmiştir.

Tablo 1. Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Değişken	Kısaltma	Tanım
Yabancı Payı	YP	Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren şirketlerde t ayındaki yabancı payı verisi
Yabancı Payında Değişim	YPD	t ayında yabancı payındaki değişim
Hisse Fiyat Aylık Performansı	HFAP	t ayındaki hisse fiyat performansı
Hisse Geçmiş 3 Ay Performansı	HF3AP	t-3 ve t-1 ayları arasındaki 3 aylık hisse fiyat performansı
Hisse Takip Eden Gelecek 3 Aydaki Performansı	HP3AP	t+1 ve t+3 ayları arasındaki 3 aylık hisse fiyat performansı
BIST100 Performansı	BIST	t ayındaki BIST100 endeksi performansı
BIST100 Geçmiş 3 Ay Performansı	BF3AP	t-3 ve t-1 ayları arasındaki 3 aylık BIST100 endeksi performansı
BIST100 Takip Eden Gelecek 3 Aydaki Performansı	BG3AP	t+1 ve t+3 ayları arasındaki 3 aylık BIST100 endeksi performansı
FK Oranındaki Değişim	FKD	t ayında Fiyat / Kar oranında yaşanan değişim
Satışlar Değişim	SD	Bir yıllık hareketli ortalamalar kullanılarak hesaplanmış satış verisinin bir önceki çeyreğe kıyasla değişimi
Piyasa Değeri Logaritması	PDL	Aylık olarak hesaplanmış şirketin piyasa değerinin logaritması

Çalışmada kullanılan değişkenler arasında korelasyon olup olmadığının tespit edilmesi için korelasyon analizi yapılmış, sonrasında değişkenlerin durağanlığının test edilmesi için Dickey – Fuller (ADF) (1979, 1981), Phillips – Perron (PP) (1988), Levin – Lin – Chu (LLC) (2002) ve Im – Pesaran – Shin (IPS) (2003) testleri uygulanmıştır. Panel veri setinin kullanıldığı literatürdeki benzer çalışmalarda genellikle rassal etkiler ve sabit etkiler regresyon analizleri uygulanmakta, hangi metodun kullanılacağına ise Hausman testi ile karar verilmektedir. Fakat diğer yandan, Clark ve Linzer (2015: 399) Hausman testinin özellikle beta değerlerinin 1'den uzak olduğu denklemlerde istenen etkinlikte çalışmadığını bildirmiştir. Ayrıca rassal etkiler ve sabit etkiler modelleri, hata terimi ile bağımlı değişken arasında korelasyon olması durumunda da etkin bir şekilde çalışmamaktadır. Her ne kadar benzer çalışmalardaki rutin izlenerek Hausman testi, rassal etkiler ve sabit etkiler modelleri uygulanmış ve Durbin Watson istatistiği vasıtasıyla hata terimi ile bağımlı değişken arasındaki korelasyon kontrol edilmiş olsa da otokorelasyon ve değişen varyansın bulunduğu denklemlerde de çalışabilme özelliği olan sağlam tahminciler metoduna ait sonuçlar da çalışma çıktılarına eklenmiştir.

Araştırmada birinci araştırma sorusunun cevaplanabilmesi için model 1, ikinci araştırma sorusu için model 2 ve model 3, üçüncü araştırma sorusu için model 4, dördüncü araştırma sorusu için model 5 ve beşinci araştırma sorusu için model 6 oluşturulmuştur. Modellere ait denklemler aşağıda belirtilmiştir.

$$YPD_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 SD_{it} + \beta_2 FKD_{it} + \beta_3 PDL_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$YPD_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 BF3AP_{it} + \beta_2 PDL_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$YPD_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 HF3AP_{it} + \beta_2 PDL_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

$$HFAP_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 YPD_{it} + \beta_2 BIST_{it} + \beta_3 PDL_{it} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

$$HP3AP_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 YPD_{it} + \beta_2 BG3AP_{it} + \beta_3 PDL_{it} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

$$HFAP_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 YP_{it} + \beta_2 BIST_{it} + \beta_3 PDL_{it} + \epsilon_{it} \quad (6)$$

3.3. Bulgular

Araştırmada kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 2’de paylaşılmıştır. Ortalama yabancı payının %42 oranında olduğu veri setinde, 22 şirkette yabancı payı %10’un altında kalırken, 11 şirkette ise %70’in üstündedir.

Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistikler

	YP	YPD	HFAP	HF3AP	HP3AP	BIST	BF3AP	BG3AP	FKD	SD	PDL
Ortalama	42.89	-0.07	0.02	0.02	0.02	0.01	0.00	0.01	0.08	0.39	9.27
Medyan	42.11	-0.06	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	0.04	9.24
Maksimum	97.84	59.08	4.75	8.90	2.30	0.14	0.09	0.07	108	419	11
Minimum	0.00	-52.82	-0.52	-0.17	-0.26	-0.10	-0.06	-0.07	-0.97	-0.99	7.14
Standart Sapma	28.11	4.14	0.14	0.22	0.09	0.06	0.03	0.03	1.90	11.59	0.67
Çarpıklık	0.12	0.57	14.68	34.75	11.62	0.11	-0.06	-0.27	48.15	36.01	-0.31
Basıklık	2	45	412	1384	251	2	2	2	2663	1300	3
Olasılık	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Gözlem Sayısı	3924	3924	3924	3924	3924	3924	3924	3924	3924	3924	3924

Korelasyon analizine ait olan sonuçlar Tablo 3’de paylaşılmıştır. Bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon değerleri -0,17 ile 0,24 arasında bulunmaktadır. Yalnızca yabancı payı ile piyasa değerinin logaritması arasında nispeten güçlü bir korelasyon mevcuttur ve bu korelasyon değeri istatistiksel olarak da %1 derecesinde anlamlıdır. Yabancı yatırımcıların daha büyük ölçekli şirketleri tercih etmesi söz konusudur. Hair, Black, Babin ve Anderson (2013:196) çoklu doğrusallık probleminin korelasyon derecesinin 0.9’un üstünde olması durumunda gerçekleşebileceğini bildirmişlerdir.

Tablo 3. Korelasyon Tablosu

Değişkenler	No	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
YP	1	1.00										
YPD	2	0.07	1.00									
HFAP	3	-0.01	0.14	1.00								
HF3AP	4	-0.03	0.00	0.04	1.00							
HG3AP	5	-0.04	-0.02	0.09	0.01	1.00						
BIST	6	0.01	0.13	0.21	-0.02	-0.01	1.00					
BF3AP	7	0.01	-0.03	0.01	0.09	0.03	-0.10	1.00				
BG3AP	8	0.01	-0.06	-0.06	-0.05	0.20	-0.17	0.00	1.00			
FKD	9	-0.02	0.01	0.24	0.00	-0.02	0.03	-0.03	-0.01	1.00		
SD	10	-0.04	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.00	-0.02	-0.03	0.00	1.00	
PDL	11	0.61	0.00	-0.03	-0.01	-0.16	0.02	0.03	-0.02	-0.02	-0.02	1.00

Araştırmada kullanılan bütün serilerin durağan olduğu saptanmıştır. Testlere ait sonuçlar Tablo 4’de verilmiştir.

Tablo 4. Birim Kök Testlerine Ait Sonuçlar

	LLC		LPS		ADF		PP	
	t ist.	p	t ist.	p	t ist.	p	t ist.	p
BIST	-30	0.00	-36	0.00	1,648	0.00	3,784	0.00
BF3AP	-29	0.00	-25	0.00	1,040	0.00	1,123	0.00
BG3AP	-25	0.00	-27	0.00	1,127	0.00	791	0.00
FKD	-27	0.00	-40	0.00	1,837	0.00	3,117	0.00
HFAP	-63	0.00	-92	0.00	1,869	0.00	3,151	0.00
HF3AP	-13	0.00	-47	0.00	1,216	0.00	722	0.00
HP3AP	-62	0.00	-81	0.00	1,223	0.00	626	0.00
PDL	-53	0.00	-48	0.00	309	0.00	337	0.00
SD	-8	0.00	-11	0.00	450	0.00	358	0.00
YPD	-43	0.00	-52	0.00	2,568	0.00	4,058	0.00

Panel veri analizinde kullanılan rassal etkiler, sabit etkiler ve dirençli tahminciler modellerine ait sonuçlar Tablo 5’de sunulmuştur. Bütün modellerde Hausman testi olasılık değeri 0.05’den yüksek çıkmış ve rassal etkiler modelinin sabit etkiler modeline kıyasla geçerli olduğu bulunmuştur. Fakat beta kat sayılarının 1.00’den çok düşük olması Hausman testinin geçerliliğini bölüm 3.2’de belirtildiği üzere zayıflatmaktadır. Modelin yatay kesitinde 100 farklı şirket, denklemlerde ise iki ya da üç bağımsız değişken bulunmaktadır. Savin and White (1977) tarafından hazırlanan Durbin-Watson tablosuna göre dU değeri 1,736’dır. Buna göre bağımlı değişken ile hata terimi arasında korelasyon olmaması için Durbin Watson istatistiğinin 1,736 ile 2,264 arasında bulunması gerekmektedir. Elde edilen sonuçlara göre model 1, model 2, model 3 ve model 5’de Durbin Watson istatistiği değerleri güvenli aralığın dışına çıkmaktadır. Bu yüzden dirençli tahminciler ile elde edilmiş olan sonuçlar daha güvenlidir. Model 1, model 3 ve model 5’de elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı değildir. Diğer modellerde ise %1 ya da %5 düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiştir.

Model 1’de halka açık finansal raporlara da yansımış olan iki önemli değişkenin yabancı işlemlerine etkisi incelenmiştir. Elde edilen bulgulara göre şirketin piyasa değerine kıyasla karlılığında artış yaşanmış olması ya da satışlarında büyüme elde edilmiş olması takip eden dönemde yabancı payına etki etmemektedir. Bu durum iki farklı şekilde yorumlanabilir. Birincisi yabancı yatırımcıların gerçekleşmiş değerlere önem vermemesi fakat geleceğe odaklanması ile açıklanabilir. İkinci yorum ise yabancı yatırımcıların finansal sunumlara yansımadan önce işlemlerini gerçekleştirmiş olması ve halka açık bir şekilde duyurulmuş olan bilgilere artık tepki vermelerinin gerekliliğinin kalmamasıdır. Bu iki farklı yorumdan hangisinin daha geçerli olduğunu diğer modellerden elde edilen sonuçlar göstermektedir.

Tablo 5. Panel Veri Analizi Sonuçları

Model 1- Yabancı Payındaki Değişime Etki Eden Faktörler

	Rassal Etkiler		Sabit Etkiler		Dirençli Tahminler	
	Beta	S.H.	Beta	S.H.	Beta	S.H.
SD	-0.001	0.01	-0.001	0.01	0.000	0.00
FKD	0.015	0.03	0.013	0.03	0.013	0.01
PDL	-0.027	0.09	-0.022	0.09	0.017	0.04
AR ²	-0.001		0.049		-0.001	
DWS	2.375		2.373			
HT	0.522					
G. S.	4297		4297		4297	

Model 2- Üç Aylık Endeks Getirisinin Yabancı Payındaki Değişime Etkisi

	Rassal Etkiler		Sabit Etkiler		Dirençli Tahminler	
	Beta	S.H.	Beta	S.H.	Beta	S.H.
BF3AP	-4.020	4.68	3.426	17.60	-2.14**	0.67
PDL	0.022	0.08	0.025	0.08	0.045	0.03
AR ²	0.000		0.065		0.001	
DWS	2.339		2.338			
HT	0.807					
G. S.	5738		5738		5738	

Model 3- Üç Aylık Hisse Getirisinin Yabancı Payındaki Değişime Etkisi

	Rassal Etkiler		Sabit Etkiler		Dirençli Tahminler	
	Beta	S.H.	Beta	S.H.	Beta	S.H.
HF3AP	0.11	0.24	0.13	0.24	0.02	0.09
PDL	0.02	0.08	0.03	0.08	0.04	0.03
AR ²	0.00		0.06		0.00	
DWS	2.34		2.34			
HT	0.59					
G. S.	5727		5727		5727	

Model 4- Yabancı Payındaki Değişimin Hisse Fiyat Performansına Etkisi

	Rassal Etkiler		Sabit Etkiler		Dirençli Tahminler	
	Beta	S.H.	Beta	S.H.	Beta	S.H.
YPD	0.003**	0.00	0.004**	0.00	0.003**	0.00
BIST	0.708**	0.09	3.991*	1.91	0.479**	0.01
PDL	-0.005	0.01	-0.006	0.01	0.002	0.00
AR ²	0.013		0.018		0.140	
DWS	2.001		2.002			
HT	0.118					
G. S.	5912		5912		5912	

Model 5- Yabancı Payındaki Değişimin 3 Aylık Hisse Performansına Etkisi

	Rassal Etkiler		Sabit Etkiler		Dirençli Tahminler	
	Beta	S.H.	Beta	S.H.	Beta	S.H.
YPD	0.000	0.00	0.000	0.00	0.000	0.00
BG3AP	0.756**	0.10	2.841	2.74	0.550**	0.02
PDL	-0.03**	0.00	-0.03**	0.00	-0.003**	0.00
AR ²	0.020		0.023		0.110	
DWS	0.665		0.665			
HT	0.499					
G. S.	5631		5631		5631	

Model 6- Yabancı Payının Hisse Fiyat Performansına Etkisi

	Rassal Etkiler		Sabit Etkiler		Dirençli Tahminler	
	Beta	S.H.	Beta	S.H.	Beta	S.H.
YP	0.000	0.00	0.000	0.00	8.4x10 ⁻⁵ *	0.00
BIST	0.743**	0.09	3.975*	1.92	0.499**	0.01
PDL	0.005	0.01	0.004	0.01	0.000	0.00
AR ²	0.013		0.017		0.126	
DWS	2.000		2.000			
HT	0.278					
G. S.	5912		5912		5912	

AR²: Ayarlanmış R² değeri, DWS: Durbin Watson İstatistiği; HT: Hausman testi; S.H.: Standart hata; * %5 düzeyinde, ** %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Model 2’de araştırma kapsamındaki endeksin geçmiş üç aylık performansı ile takip eden aydaki yabancı payı arasındaki ilişki araştırılarak yabancı yatırımcıların trend takip eden stratejileri kullanıp kullanmadığı belirlenmeye çalışılmıştır. Buna göre hisse senetlerinin geçmiş üç aydaki performansı ile yabancı payındaki değişim arasında ters yönlü ilişki mevcuttur. Her ne kadar dirençli tahminciler yöntemi ile elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı olsa da AR2 değeri çok düşüktür yani bu verinin yabancı payındaki değişimi açıklayıcılığı oldukça sınırlıdır. Diğer yandan elde edilen sonuçlar rassal etkiler ve sabit etkiler modellerinin çıktıları ile uyuşmamaktadır. Model 2 ile aynı amaçla oluşturulmuş fakat endeks yerine hisselerle ait geçmiş üç aylık getiri verisini kullanan model 3’de ise istatistiksel olarak anlamlı sonuç bulunmamıştır. Model 2 ve Model 3’den elde edilen çıktılar yabancı portföy akımlarının trend takip ettiğini bildirmiş olan Froot, O’connell ve Seasholes’un (2001:151) bulgularıyla örtüşmemektedir. Bu kısımda da elde edilen sonuçlar yabancı yatırımcıların kamuya açık bilgilerden faydalanmaları ve bilgi asimetrisinin bulunmadığı konusunda açıklayıcı özelliğe sahip değillerdir.

Model 4’de elde edilen sonuçlara göre, istatistiksel olarak %1 anlam düzeyinde, yabancı yatırımcıların payındaki değişim ile hisse senetleri fiyatları arasında pozitif ilişki olduğu görülmektedir. Elde edilen bulgular Bartram vd. (2015) elde ettiği bulgularla örtüşmektedir. Kilic vd. (2020) ise yabancı payındaki değişimin takip eden 3. ve 5. aylar arasında hisse fiyatlarına olumlu bir şekilde yansıdığını fakat kısa vadede yabancı payındaki değişim ile hisse senetleri fiyat hareketleri arasında ilişki olmadığını bildirmiştir. Model 4’den elde edilen bulgular iki farklı şekilde açıklanabilecektir. İlk olarak yabancı yatırımcıların yeni bir fonu piyasaya getirmesi ya da mevcut fonu piyasadan çıkarması neticesinde hisse senetlerinin buna uygun olarak hareket etmesi olağan bir durumdur. Burada unutulmaması gereken husus, yabancı yatırımcıların yatırım konusunda çok daha farklı alternatiflere sahip olması nedeniyle yerli yatırımcıya kıyasla hareket alanlarının daha geniş olması durumudur. Bu yüzden piyasada olumlu bir gelişme yaşanması durumunda yabancı yatırımcılar fonlarını diğer alternatiflerden Türk borsasına kaydırabilirler. Fakat aynı alternatif çeşitliliğine sahip olmayan yerli yatırımcılar, hisse fiyatlarının düştüğü dönemde paylarını artırıp, yükseldiği dönemde yabancı yatırımcıya satış yaparak satış alternatifini değerlendirebilirler. İkinci açıklama ise bilgi asimetrisi ile ilgili olarak yapılabilecektir. Yabancı yatırımcının alıma geçtiği dönemlerde, yabancı yatırımcının sahip olduğu içsel bilgi ya da analiz yeteneğini göz önüne alan yerli yatırımcı, hisse fiyatlarını daha yukarı çekmeyi düşünebilir. Fakat bu durum, yerli yatırımcının alıma geçtiği dönemlerde yabancı yatırımcı açısından geçerli değildir. Bundan önceki modellerde olduğu gibi model 4’de de bilgi asimetrisinin varlığını destekleyen sonuçlar bulunmuştur fakat konunun birçok boyutu olması nedeniyle diğer modellerin sonuçlarına da bakılması gerekmektedir.

Model 5’de yabancı yatırımcının payının değişmesini takip eden üç aylık dönemde hisse senetlerindeki getirinin gelişimi incelenmiştir. Bu modelde istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç bulunamamıştır. Benzeri bir analizi yapan Kılıç vd. (2020) ise yabancı payındaki değişim ile takip eden

üçüncü aydaki hisse senedi performansı arasında aynı yönlü ilişki bulmuştur. Model 6'da ise yabancı payı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Burada elde edilen bulguya göre yabancı payının yüksek olduğu şirketler endekse kıyasla daha yüksek oranda getiri sağlamaktadırlar. Model 6'da elde edilen bulgu istatistiksel olarak %5 anlam düzeyinde anlamlı olsa da beta katsayısı oldukça düşüktür. Bu da yabancı yatırımcıların uzun vadede daha başarılı şirketlere yatırım yaptıklarını fakat elde edilen ilave getirinin sınırlı olduğunu göstermektedir. Elde edilen bulgular Borsa İstanbul'daki hisse senetlerinin getirisi ile yabancı payı arasında ters ilişki olduğunu bildirmiş olan fakat dönem olarak 1999 ile 2012 yılları arasında kapsayan Ceylan vd.'nin (2015) çalışmasıyla örtüşmemektedir. İskenderoğlu ve Karadeniz (2011) ise yabancı payındaki değişim ile BIST100 endeksinin getirisi arasında ilişki olmadığını bildirmişlerdir. Model 5'de elde edilen bulguların istatistiksel olarak anlamlı olmaması, model 6'daki bulguların ise zayıf olması nedeniyle yabancı yatırımcıların bilgi asimetrisinden faydalanarak ilave getiri elde ettikleri tezi desteklenmemektedir.

SONUÇ

Bu çalışmada, Borsa İstanbul BIST100 endeksinde bulunan şirketlere ait 2015 ve 2019 yılları arasında kapsayan aylık frekanstaki panel veri seti kullanılarak yabancı payı ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir. Rassal etkiler, sabit etkiler ve dirençli tahminler metodlarının uygulandığı çalışmada altı farklı model oluşturulmuştur. Oluşturulan bu modellerle sırasıyla yabancı yatırımcıların, (1) fiyat / kar oranı ve satışlardaki büyüme gibi temel değerlendirme kriterlerine ne derece önem verdiği, bir başka ifadeyle halka açık bilgilerden yatırımları sırasında ne derece faydalandıkları; (2) momentum stratejilerini kullanıp kullanmadıkları; (3) alım satım yaparak paylarını değiştirdikleri dönemlerde hisse senedi fiyatlarına ne derecede etki ettikleri; (4) yatırım kararlarını takip eden üç aylık dönemdeki hisse fiyat performansları ve (5) uzun vadede ellerinde bulundurdukları pay ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki analiz edilmiştir.

Araştırmada elde edilen bulgulara göre, yabancı yatırımcıların yatırım kararlarında, fiyat / kar ya da satışların büyümesi gibi temel değerlendirme ölçütlerinin herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. Yabancı yatırımcılar aynı zamanda momentum stratejisi izlememekte bir başka ifadeyle yabancı yatırımcıların alım satım kararlarında şirketlerin geçmiş fiyat performansları etkili olmamaktadır. Yabancı yatırımcılar hisse senetlerindeki paylarını değiştirdiklerinde hisse fiyatlarına tesir etmektedirler. Yabancı yatırımcıların yaptıkları işlemlerde kısa ve orta vadede piyasa performansını aşan ilave bir getiri söz konusu değildir. Uzun vadede ise yabancıların tercih ettiği hisselerin performansı endeksi geçmektedir fakat performans farkı oldukça sınırlıdır.

Yabancı yatırımcıların bilgi asimetrisinden faydalanarak BIST100 endeks performansının üstünde ilave kazanç elde ettiklerini destekleyen bir sonuca ulaşılammış olsa da yabancı payındaki değişim ile hisse fiyat hareketi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve aynı yönlü bir ilişki söz konusudur. Borsada yatırım yapan yerli yatırımcılara kıyasla yabancı yatırımcılar, çok daha yüksek yatırım

büyüklüğüne sahip olmaları nedeniyle şirket, ülke ya da global ölçekte daha fazla bilgiye ulaşabilmekte, analiz için çok daha yüksek bütçeler ayırabilmekte ve aracı kurumlarla ve şirketlerle daha rahat bir şekilde doğrudan iletişim kurabilmektedirler. Bu durumun farkında olan yerli yatırımcılar bu nedenle yabancı yatırımcıları taklit ediyor olabilir. Yabancı payındaki değişim ile hisse senetleri fiyatlamaları arasındaki ilişkiyi açıklayan ikinci görüş olarak yabancı yatırımcının yüksek hacimle hisse fiyatlarına yön verebilme gücü ve yerli yatırımcıya kıyasla daha fazla alternatifte sahip olması etkenleri sunulabilir. Ayrıca yerli yatırımcılar genellikle Türk borsasında işlem yaptıkları halde yabancı yatırımcıların çok sayıda farklı alternatif arasında seçim yapma şansları vardır. Yerli yatırımcılar sürekli olarak aynı borsada işlem yaparken yabancı yatırımcıların Türk borsasına giriş ve çıkışları sırasında hisse fiyatlarında hareketlenme olması, fiyatlamada yabancı yatırımcıların belirleyici rolünü güçlendirmektedir. Her ne kadar yabancı yatırımcı hareketleri hisse senetleri fiyatlarına doğrudan etkide bulunsun da takip eden aylarda yabancı hareketi ile hisse senedi performansı arasında ilişki bulunmamaktadır. Bu durum yabancı yatırımcıların içsel bilgiyle hareket etmesi ve piyasada bilgi asimetrisi bulunması tezini desteklemektedir.

Bu alanda gelecekte yapılacak çalışmalarda yabancı yatırımcıların hangi şirketleri daha çok tercih ettiğinin tespit edilmesi için şirketlerin farklı finansal göstergelerinin ve yapısal özelliklerinin dahil edildiği detaylı analizler değerlendirilebilir. Yabancı yatırımcıların getirisinin analizi için farklı modeller kurgulanabilir ve özellikle yabancı payındaki büyük ölçekli değişimlerin hisse fiyatlarına etkisi özel filtreler aracılığı ile ya da vaka analizi metoduyla gerçekleştirilebilir. Ayrıca bu çalışmada aylık veriyle analiz yapılması nedeniyle sınırlılıklar mevcuttur. Yabancı yatırımcının daha yüksek frekanslı işlemlerden de endeksi aşan kazançlar elde etmesi mümkün olmaktadır. Bu yüzden bundan sonraki çalışmalarda yabancı yatırımcıların günlük ya da daha kısa frekanstaki işlemleri analiz edilebilir.

KAYNAKÇA

- Arslan, M., Zaman, R., ve Phil, M. (2014) “Impact of Dividend Yield and Price Earnings Ratio on Stock Returns: a Study of Non-Financial Listed Firms of Pakistan”, *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(19), 68-74.
- Asness, C. S., Moskowitz, T. J. ve Pedersen, L. H. (2013) “Value and Momentum Everywhere”, *The Journal of Finance*, 68(3), 929-985.
- Bartram, S. M., Griffin, J. M., Lim, T. H. ve Ng, D. T. (2015) “How Important are Foreign Ownership Linkages for International Stock Returns?”, *The Review of Financial Studies*, 28(11), 3036-3072.
- Boddin, D., Raff, H. ve Trofimenko, N. (2017) “Foreign Ownership and the Export and Import Propensities Of Developing-Country Firms”, *The World Economy*, 40(12), 2543-2563.
- Borsa İstanbul (2015) <https://www.borsaistanbul.com/duyurular/2015/12/12/borsa-istanbul-nasdaq-teknolojisini-hayata-gecirdi>, (25.04.2020)

- Capaul, C., Rowley, I. ve Sharpe, W. F. (1993) “International Value and Growth Stock Returns”, *Financial Analysts Journal*, 49(1), 27-36.
- Ceylan, N. B., Dogan, B. ve Berument, M. H. (2015) “Three-Factor Asset Pricing Model and Portfolio Holdings of Foreign Investors: Evidence from an Emerging Market–Borsa İstanbul”, *Economic Research-Ekonomika Istraživanja*, 28(1), 467-486.
- Chandra, U. ve Ro, B. T. (2008) “The Role of Revenue in Firm Valuation”, *Accounting Horizons*, 22(2), 199-222.
- Chari, A., Chen, W. ve Dominguez, K. M. (2012) “Foreign Ownership and Firm Performance: Emerging Market Acquisitions in the United States”, *IMF Economic Review*, 60(1), 1-42.
- Choi, J. J., Lam, K. C., Sami, H. ve Zhou, H. (2013) “Foreign Ownership and Information Asymmetry”, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 42(2), 141-166.
- Clark, T. S. ve Linzer, D. A. (2015) “Should I Use Fixed or Random Effects?”, *Political Science Research and Methods*, 3(2), 399-408.
- Demireli, E. ve Hepkorucu, A. (2014) “Yabancı Yatırımcıların Sermaye Piyasası Algısı: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama”, *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)*, 6(10), 2-22.
- Desender, K. A., Aguilera, R. V., Lópezpuertas-Lamy, M. ve Crespi, R. (2016) “A Clash of Governance Logics: Foreign Ownership and Board Monitoring”, *Strategic Management Journal*, 37(2), 349-369.
- Doğukanlı, H. ve Çetenak, H. (2008) “Yabancı Portföy Yatırımları ile Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişki: İMKB’de Sınama”, *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, 12(2), 37-57.
- Ertimur, Y., Livnat, J. ve Martikainen, M. (2003) “Differential Market Reactions to Revenue and Expense Surprises”, *Review of Accounting Studies*, 8(2-3), 185-211.
- Ferreira, M. A. ve Matos, P. (2008) “The Colors of Investors’ Money: the Role of Institutional Investors around the World”, *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499-533.
- Froot, K. A., O’connell, P. G. ve Seasholes, M. S. (2001) “The Portfolio Flows of International Investors”, *Journal of Financial Economics*, 59(2), 151-193.
- Gillan, S. ve Starks, L. T. (2003) “Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective”, *Journal of Applied Finance*, 13(2).
- Gul, F. A., Kim, J. B. ve Qiu, A. A. (2010) “Ownership Concentration, Foreign Shareholding, Audit Quality, and Stock Price Synchronicity”, *Journal of Financial Economics*, 95(3), 425-442.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E. ve Tatham, R. L. (1998) “Multivariate Data Analysis”, (Vol. 5, No. 3, pp. 207-219), Upper Saddle River, NJ: Prentice hall.

- Hanousek, J., Shamshur, A. ve Tresl, J. (2019) “Firm Efficiency, Foreign Ownership and CEO Gender in Corrupt Environments”, *Journal of Corporate Finance*, 59, 344-360.
- He, W., Li, D., Shen, J. ve Zhang, B. (2013) “Large Foreign Ownership and Stock Price Informativeness around the World”, *Journal of International Money and Finance*, 36, 211-230.
- Hu, J., Mensah, A. K. ve Tsang, A. (2019) “Foreign Institutional Ownership and the Choice Between Public and Private Debt”, *Journal of International Accounting Research*, 18(2), 31-64.
- Huang, R. D. ve Shiu, C. Y. (2009) “Local Effects of Foreign Ownership in an Emerging Financial Market: Evidence From Qualified Foreign Institutional Investors in Taiwan”, *Financial Management*, 38(3), 567-602.
- İskenderoğlu, Ö. ve Karadeniz, E. (2011) “İMKB 100 Endeksi Getirisi ile Yabancı Portföy Yatırımları Arasındaki İlişkinin Analizi”, *Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(1), 123-133.
- Jegadeesh, N. ve Livnat, J. (2006) “Revenue Surprises and Stock Returns”, *Journal of Accounting and Economics*, 41(1-2), 147-171.
- Karcıoğlu, R. ve Özer, A. (2014) “BIST'de Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi: Statik ve Dinamik Panel Veri Analizi” *Uludağ Journal of Economy & Society*, 33(1).
- Kilic, S., Delikanli, I. U. ve Alp, A. (2020) “Yabancı Yatırımcı Sahipliği Oranındaki Değişimin Getiri, Volatilite ve Likidite Üzerindeki Etkisi: BIST GYO Sektörü İçin Panel Veri Analizi”, *Business and Economics Research Journal*, 11(2), 397-411.
- Kim, J. B., Pevzner, M. ve Xin, X. (2019) “Foreign Institutional Ownership and Auditor Choice: Evidence from Worldwide Institutional Ownership”, *Journal of International Business Studies*, 50(1), 83-110.
- Kwon, H. U. ve Park, J. (2018) “R&D, Foreign Ownership, and Corporate Groups: Evidence From Japanese Firms”, *Research Policy*, 47(2), 428-439.
- Lam, K. C., Sami, H. ve Zhou, H. (2012) “The Role of Cross-Listing, Foreign Ownership and State Ownership in Dividend Policy in an Emerging Market”, *China Journal of Accounting Research*, 5(3), 199-216.
- Li, X., Geng, Z., Subrahmanyam, A. ve Yu, H. (2017) “Do Wealthy Investors Have an Informational Advantage? Evidence Based on Account Classifications of Individual Investors”, *Journal of Empirical Finance*, 44, 1-18.
- Merkezi Kayıt İstanbul (2020) “Borsa Trendleri Raporu, Ocak- Mart 2020”, <https://www.tuyid.org/files/yayinlar/Borsa-Trendleri-Raporu-2020-1C.pdf>, (20.04.2020)
- Merton, R. C. (1987) “A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information”, *The Journal of Finance*, 42(3), 483-510.

- Mitton, T. (2006) “Stock Market Liberalization and Operating Performance at the Firm Level”, *Journal of Financial Economics*, 81(3), 625-647.
- Morck, R., Yeung, B. ve Yu, W. (2000) “The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?”, *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 215-260.
- Muñoz-Mendoza, J. A., Sepúlveda-Yelpo, S. M., Veloso-Ramos, C. L. ve Delgado-Fuentealba, C. L. (2019) “Effects of Foreign Ownership and International Financial Reporting Standards on Debt Maturity in Chilean Firms”, *Estudios Gerenciales*, 416-428.
- Nguyen, A. P., Nguyen, H. A., Ho, T. H. M. ve Ngo, P. T. (2019) “Risk and Returns of Different Foreign Ownership Portfolios”, *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1589412.
- Okuyan, H. A. ve Erbaykal, E. (2011) “İMKB’de Yabancı İşlemleri ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 12 (2) 2011, 256-264
- Rhee, S. G. ve Wang, J. (2009) “Foreign Institutional Ownership and Stock Market Liquidity: Evidence from Indonesia”, *Journal of Banking & Finance*, 33(7), 1312-1324.
- Rokhim, R. ve Susanto, A. P. (2011). “The Increase of Foreign Ownership and Its Impact to the Performance, Competition & Risk in Indonesian Banking Industry”, *Competition & Risk in Indonesian Banking Industry* (August 23, 2011).
- Romalis, J. (2011) “The Value of Foreign Ownership”, *Economic and Business Review*, 13(1-2), 107-118.
- Sarno, L., Tsiakas, I. ve Ulloa, B. (2016) “What Drives International Portfolio Flows?”, *Journal of International Money and Finance*, 60, 53-72.
- Savin, N. E. ve White, K. J. (1977) “The Durbin-Watson Test for Serial Correlation with Extreme Sample Sizes or Many Regressors”, *Econometrica:Journal of the Econometric Society*, 1989-1996.
- Truong, C. (2009) “Value investing using price earnings ratio in New Zealand”, *University of Auckland Business Review*, 11(1), 26.
- Umutlu, M., Akdeniz, L. ve Altay-Salih, A. (2013) “Foreign Equity Trading and Average Stock-return Volatility”, *The World Economy*, 36(9), 1209-1228.
- Unal, S. ve Derdiyok, T. (2020) “Agency Costs of Publicly Traded Firms Owners in Turkey”, *Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 5(2), 336-357.
- Ülkü, N. ve Weber, E. (2011) “Bigger Fish in Small Pond: the Interaction Between Foreigners' Trading and Emerging Stock Market Returns under the Microscope”, (No. 294). *Arbeiten aus dem Osteuropa-Institut Regensburg*.

Vo, X. V. (2016) “Foreign Ownership and Stock Market Liquidity-Evidence From Vietnam”, Afro-Asian Journal of Finance and Accounting, 6(1), 1-11.

Zyguła, A. (2017). “Impact of Foreign Ownership on Dividend Policy in Poland”, e-Finanse, 13(4), 76-88.

Hakem Değerlendirmesi: Dış bağımsız.

Çıkar Çatışması: Yazar çıkar çatışması bildirmemiştir.

Finansal Destek: Yazar bu çalışma için finansal destek almadığını beyan etmiştir.

Teşekkür:

Peer-review: Externally peer-reviewed.

Conflict of Interest: The author has no conflict of interest to declare.

Grant Support: The author declared that this study has received no financial support.

Acknowledgement:
